

股票市场发展与企业投资支出研究

李学峰

(南开大学 金融学系, 天津 300071)

摘要:在对股票市场发展与企业投资支出关系的研究中,存在两个重要的缺憾:一是没有直接从有效需求角度对股票市场发展与企业投资支出进行研究;二是国内的有关研究基本上照搬了国外的研究模式和方法。文章试图从有效需求的角度,在构建股票市场存在条件下的企业投资函数的基础上,并以1998年以后中国的通货紧缩为背景,结合中国股市的实际,对这一问题进行重新研究。研究发现股票筹资额与企业投资支出是负相关的,对此,文章得出了一些不同于以往的推论和政策建议。

关键词:股票市场;有效需求;企业投资支出;通货紧缩

中图分类号:F830.91 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2004)05-0065-11

一、文献回顾与问题的提出

在经济研究文献中,将股票市场发展与企业投资支出关系模型化的经典研究,是所谓的q效应理论。Tobin(1965)在研究货币与经济增长的关系时,发现货币的增长将通过影响真实资本的证券市场价格与其重置成本之比,而影响企业投资支出。即:

$$q = \frac{K_p}{C_r} \quad (1)$$

式中, K_p 为资本的证券市场价格, C_r 为资本的重置成本,二者之比的q值即所谓Tobin的q效应。

Tobin的上述发现,已成为研究股票市场与企业投资支出关系的经典理论之一。在这一模型中,股票价格的上升使 $\frac{K_p}{C_r} > 1$,即企业的市场价值大于重置成本,企业为了追求价值最大化,将购入更多的 C_r ,直至 $K_p = C_r$ 。这一过程就是企业投资支出扩张的过程。q值越是大于1(即 K_p 越是大于 C_r),对企

收稿日期:2004-01-16

作者简介:李学峰(1965—),男,天津人,南开大学金融学系讲师,经济学博士。

业投资支出刺激就越大;而当 $\frac{K_p}{C_r} < 1$ 时,由于企业的市场价值小于重置成本,这将使企业投资(或资产交易)得不偿失,从而企业将缩减投资支出;当 $q=1$ (即 $K_p=C_r$) 时,净投资=0,经济达到均衡状态。

由 Tobin 的上述理论为发端,经济学家们开始对股票市场发展与企业投资支出的关系进行更为量化的实证研究,这其中的最新进展分别是由 Pagano(1993)、Levine 和 Zervos(1998),以及 Murinde(2001)等人作出的。此外,国内也有学者对这一问题进行了初步研究。

根据 Pagano(1993)的研究,在一个没有政府的封闭经济中,资本市场的均衡条件是:社会总储蓄 S_t 等于社会总投资 I_t 。由于金融中介经营成本的存在(或由于存在交易费用),假设 $(1-\Phi)$ 比例的储蓄在通过金融中介进行融资的过程中漏失掉,则有 $\Phi S_t = I_t$,这里 Φ 是储蓄转化为投资的比例。Pagano 等人认为, Φ 的比例受到股票市场收益率的影响,由此得到:

$$\ln \Phi = a_0 + a_1 SR + u_0 \quad (2)$$

式中, a_0 、 a_1 为待估计参数,SR 为股票市场收益率, u 为其他随机影响因素。根据该式,V. Murinde(2001)对印度尼西亚、韩国、新加坡、马来西亚、菲律宾、泰国、中国香港等 7 个国家和地区 1960~1993 年的有关数据进行了 OLS 检验,并证实股票市场的发展(此处以股票收益率的提高为代表)确实有助于提高储蓄转化为投资的比例 Φ 。

受上述研究的影响,国内也有学者对我国股票市场发展与经济增长的关系进行了研究,如王开国(2000)、田素华(2001)等,其中有代表性的研究是殷醒民和谢洁(2001)的《中国股票市场与经济增长关系的实证研究》一文(以下简称“关系”)。该文从多个实证角度研究了中国股票市场发展与经济增长的关系,其中也特别研究了企业固定资产投资支出与股票市场发展的关系,并通过对变量滞后期的调整,得出股票市场发展有利于企业投资支出的增加。但是,对这一结论我们却存有以下疑问:

首先,“关系”一文在选择反映股票市场深度(或规模)指标时,运用了流通市值与名义 GDP 的比率。然而我们看到,虽然在成熟的股票市场上,流通市值与总市值基本是一致的,因此其对二级市场投资者行为选择的影响与企业投资支出行为选择的影响也基本是一致的,但在中国股票市场上,由于中国上市公司中的绝大部分股票是非流通股,流通市值仅为总市值的约 1/3,从而流通市值的变化更多地是影响二级市场上投资者的行为选择(李学峰、李向前,2001);从企业的投资行为选择来看,由于其重要影响因素之一是企业存量资产价值^①,而对上市公司来说,这一指标的市场价值即是总市值,因此,在对中国股票市场发展与企业投资支出关系的研究中应运用总市值指标。

其次,在“关系”一文中,照搬了 Levine 等人(1998)的研究,将换手率、股

票市场收益率等指标作为自变量进行了回归分析。然而,在 Levine 等人的研究中,之所以设计换手率等指标,是由于在成熟的市场中,换手率的高低反映了股票市场交易成本的大小,即换手率越高,表明股票市场的交易成本就越低。但是,由于我国股票市场的成熟且投机盛行,使我国股票市场的换手率远远脱离交易成本的制约而长期居高不下,也就是说,在我国,股票换手率越高,表明投机性越强,而与交易成本无关。因此,这种照搬指标的做法并不适合我国的情况,其得出的结论也就精确度大减。

从上述的文献回顾可见,国内的有关研究基本上照搬了国外的研究模式和方法来观察中国的股票市场发展与企业投资支出问题,而由于中国股市的特殊性,也就使得这些研究所得结论的可靠性降低。进一步看,上述国内外的有关研究并未直接从股票市场发展与企业投资支出的关系角度入手,而仅仅是做出了间接和近似的研究^②,或者说,这些研究的一个共同缺憾即是没有明确地从有效需求的角度构建企业投资函数并进行深入研究。

从有效需求角度来看,根据封闭经济且不考虑政府作用的简单的NI-AE模型:

$$C+S=C+I \quad (3)$$

式中,C为消费,S为储蓄,I为投资。

方程(3)的左侧C+S为总收入NI,即实际经济统计中的GDP,右侧C+I构成总支出(AE)。因此我们有:

$$GDP=C+I \quad (4)$$

如果我们以增长率指标对方程(4)中的各项进行替代,则有:

$$\Delta GDP=\Delta C+\Delta I \quad (5)$$

由方程(5)可见,GDP的增长(经济增长)取决于消费支出和投资支出的增加;而式中的 $\Delta C+\Delta I$ 实际上就是凯恩斯的有效需求的重要组成部分。也就是说,研究经济增长问题,一个重要的研究视角就是从有效需求入手。这也就提示我们,当我们研究某一经济现象对经济增长(以及该经济现象对消费和投资)的影响时,首先要进行研究的是影响有效需求(或者说影响消费和投资)的具体因素(下文我们将对此进行分析),然后再进一步研究该经济现象是如何通过这些具体因素决定有效需求,并进而影响经济增长的。具体来看,当我们研究股票市场发展与企业投资支出的关系时,一个必要的研究视角即是从有效需求角度入手,揭示决定企业投资支出的主要因素,以及股票市场发展对这些因素的影响。

总之,上述国内外的有关研究为我们探讨股票市场发展与企业投资支出提供了重要的理论启示和参考。然而正如NI-AE模型所揭示的,企业投资支出是有效需求的重要组成部分,也就是说,研究股票市场发展对企业投资支出的影响,一个重要的研究视角就是从有效需求角度进行研究。

二、从有效需求角度对企业投资函数的重新构建

在这一部分的研究中,我们将从有效需求角度对股票市场存在条件下的企业投资函数进行重新构建,以为下文的实证性研究奠定一个理论基础。

(一)有效需求及其影响因素

从亚当·斯密到李嘉图和马尔萨斯,几乎所有的古典经济学家都运用过有效需求这一概念,但其含义各不相同。凯恩斯在《通论》中,第一次以规范的经济学语言对有效需求的概念给出了明确的界定。凯恩斯(1999)指出,所谓有效需求,即是指使社会全部产品都能被卖掉的购买力,而这笔购买力又是由于生产这些产品而造成的。

在上述概念的基础上,凯恩斯明确提出了封闭经济、且不考虑政府因素条件下,构成有效需求的两个关键变量:消费和投资。当消费和投资中有一个变量出现不足(而另一个变量保持不变)、或二者同时出现不足,则经济运行将出现有效需求不足。由此我们可以说,凡是影响消费需求与投资需求的因素,都会影响有效需求。这里我们从主流经济学的收入—支出模型(方程3)入手,研究影响有效需求的因素。

方程(3)中收入一方(即C+S)可由国民经济统计中的企业成本—收益计算指标来表示^⑨,则式(3)变为:

$$GDP=W+D+II \quad (6)$$

式中,W为工资成本,D为折旧成本,II为企业利润,这三项之和即构成总收入(即C+S)。由于总支出由消费和投资构成,因此,综合(3)和(6)两式,我们得到:

$$C+I=W+D+II \quad (7)$$

上式中,折旧成本D取决于折旧率d和存量资本价值K,从而式(7)可以改写为:

$$C+I=W+dK+II \quad (8)$$

如果我们假设研究期内的折旧率d不变,则可得到:

$$C+I=W+K+II \quad (9)$$

由公式(9)可见,影响有效需求C+I的因素主要有:工资收入W、资本存量价值K和利润II。此外,公式(9)实际上也隐含地揭示了收入分配是影响有效需求的因素之一,因为从理论上讲,凯恩斯主义有边际消费倾向递减的假设,而古典学派(以及马克思经济学和新剑桥学派)则有“工资用于消费、利润用于储蓄”的假设。无论从何种假设条件出发,我们都可导出收入分配对有效需求的影响。具体到公式(9)中,则可以从W/K或W/II两个比例中得到收入分配(结构)变动对有效需求的影响。

由以上分析可见,影响经济增长的直接因素是有效需求,在一个封闭的和

不考虑政府支出的经济中,有效需求则由消费 C 和投资 I 两个因素构成,而影响消费和投资的变量则有工资收入 W、资本存量 K 和利润 Π 。此外,收入分配也是影响有效需求的重要因素。

(二) 股票市场存在条件下的企业投资函数

我们继续从公式(9)入手,来考察企业投资行为的决定因素,并由此导出存在股票市场条件下企业的投资函数。为了集中研究投资支出,我们首先假定公式(9)中的 C 给定,其次我们再假定工资收入 W 不变^①,从而得到:

$$I=K+\Pi \quad (10)$$

也就是说,企业投资支出由资本存量价值和利润所得两个因素共同决定。由该式我们可以得到如下的企业投资函数:

$$I=f(K,\Pi) \quad (11)$$

然而,公式(11)中,并未包括股票市场的影响因素。从理论上说,在股票市场存在的条件下,企业发行股票所筹集的资金,必然成为影响企业投资决策的一个重要因素,这里我们以 S_t 代表企业发行股票所筹资的资金量;此外,公式(11)中的利润 Π 是一个毛利润,在实际经济统计中可分解为向银行支付的贷款利息、股东分红等等,为不使问题复杂化,也为了集中研究股票市场存在条件下的企业投资行为,我们暂且假定企业利润 Π 给定^②,同时,企业作为上市公司,其市值 S_k 反映了存量资本(K)的市场价值,这样,式(11)转换为:

$$I=f(S_t, S_k) \quad (12)$$

式(12)就是股票市场存在条件下的企业投资函数^③。

三、股票市场发展与企业投资支出:以中国股市为例的实证检验

本节我们将运用中国股票市场发展与企业投资支出的有关数据,实证性地检验股票市场发展与企业投资支出的关系。

(一) 模型的建立与数据处理

根据上文提出的企业投资支出函数(公式 12),可构造出二元回归模型:

$$I_t = a_0 + a_1 S_{kt} + a_2 S_{it} + u_t \quad (13)$$

式中,符号 I 、 S_k 、 S_t 的含义如式(12)。式中的 a_0 、 a_1 、 a_2 分别为待估计参数, u 为其他随机影响因素,下标 t 代表时间序列。

在对上述模型的实际应用中,对数据的选取时间我们取 1998 年 12 月至 2001 年 11 月的月度数据,样本容量共计 36 个数据。这一时间段的选取是基于如下考虑:第一,自 1998 年开始,我国经济运行陷入了明显的通货紧缩状态,那么,我们通过研究 1998 年以后随着股票市场的发展企业投资行为的选择,更可以切实地研究在通货紧缩状态下股票市场发展是否有利于企业投资支出的增加^④;第二,在上述分析中,我们一直强调随着股市的发展企业投资行为的选择,而正是自 1998 年以后,随着较为规范的证券投资基金的不断发

行及其他资本市场的创新和规范措施,我国股票市场取得了飞速发展,因此选取这一时间段能更好地反映股票市场发展的背景。

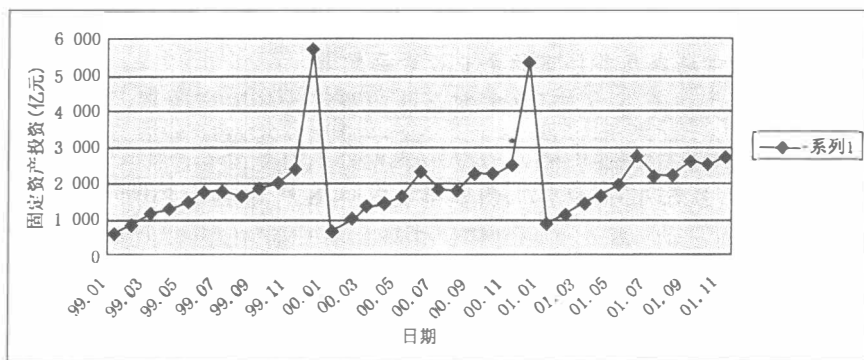


图 1 国有企业固定资产投资变动情况

我们以国有企业固定资产投资额来代表企业投资支出 I_t , 这里之所以选用国有企业的数,是因为在我国股票市场中,97%以上的上市公司为国有控股企业。股票市值 S_k 的数据则选取总市值,即不仅包括流通市值也包括占绝大比例的非流通市值;筹资额数据则包括了增发、配股、首次发行(IPO)在内的每月的总筹资额。

此外,由于每年 12 月固定资产投资数据的统计方法与 1~11 月有较大差别,加之我国国有企业固定资产投资的特性(年末集中投资),使得每年 12 月该指标的波动很大(见图 1),因此我们在模型中引入虚拟变量 D ,以提高模型的拟合程度。即设:

$$D = \begin{cases} 1 & \text{1998 年 12 月, 1999 年 12 月, 2000 年 12 月} \\ 0 & \text{其他} \end{cases}$$

即有巨幅波动的时期(如每年的 12 月份)设为 1,无巨幅波动的时期设为 0,从而回归模型(公式 13)变换为:

$$I_t = a_0 + a_1 S_{kt} + a_2 S_{it} + a_3 D + u_t \quad (14)$$

(二) 回归分析

经过上文的数据处理后,我们得到固定资产投资与市价总值和筹资额统计表^⑥,将表中数据代入公式(14),并进行回归分析。

在回归过程中,我们采取了逐步优选法,将市价总值和筹资额的数据同时进行滞后一期到三期的处理,发现上述数据滞后三期后,模型的拟合程度较优,这说明市价总值的变动和筹资额的变动将在一个季度后对企业固定资产投资产生影响,这是符合经验事实的。回归分析结果如下:

$$I_t = 932.8274 + 0.0308S_{kt-3} - 2.0227S_{it-3} + 3833.034D$$

(3.9417) (-2.2230) (11.3756)

$$R^2 = 0.8278 \quad R_{adj}^2 = 0.8100 \quad F = 46.4691 \quad DW = 1.0093$$

由上述统计结果可见,模型拟合得较好,F及t值均通过了检验。但惟一不足的是,模型的DW检验值表明模型的随机扰动项呈正自相关,为此,我们对以上模型进行差分变换后得到:

$$I_t = 451.28 + 0.02941S_{kt-3} - 1.0436S_{it-3} + 3903.0164D \\ (2.4054) \quad (-1.395) \quad (15.776)$$

$$R^2 = 0.8965 \quad R_{adj}^2 = 0.8858 \quad F = 83.7185 \quad DW = 1.5135$$

可见,经过差分变换后,F值、DW值、t值(由于差分,降低了变量 S_t 的t值,需要较高的显著性水平,如20%,才能通过检验)基本通过了检验, R^2 及调整后的 R^2 也说明模型的拟合程度较好。只是股票筹资额与投资支出是负相关的,下文我们将对这一实证结果进行理论分析。

四、对实证结果的理论分析

以上的实证结果表明,中国股票市场的发展对企业投资支出有一定的促进作用,其重要表现即是企业投资支出与股票市值正相关^⑨。但这一促进作用的力度是相当有限的。特别是,股票筹资额与企业投资支出是负相关的,这与我们一般的理解——筹资额的不断上升直接为企业投资支出提供了资金供给,从而必然刺激企业投资支出的加大——恰恰是矛盾的。在这一节中,我们将从前文所推导的收入—支出模型入手,对上述结果进行逐步的理论分析。

(一) 收入—支出模型、收入分配与经济周期

在本文第二部分,我们通过对主流经济学的收入—支出模型的修改,即在其收入一方加入反映实际经济统计中的分解指标,而得到公式(9)。在前文的分析中我们曾指出,收入—支出模型(即公式9)隐含了投资的变动会导致收入分配的变动。下面我们将加入收入分配变动这一因素后,重新考察公式(9)在经济周期中的变化。

在公式(9)中,一个重要的关系是投资流量(I)与资本存量(K)之间的内在联系,即本期的投资流量将转化为下一期的资本存量,或者说本期的资本存量来源于上一期的资本存量加上本期的投资流量:

$$K_t = K_{t-1} + I_t \quad (15)$$

当经济处于上升阶段时,投资的增加一方面会使利润(Π)增加,另一方面则会使资本存量逐步上升。利润与资本存量的上升,则导致收入分配结构的变化,即使得 W/K 和 W/Π 逐渐降低,从而产生了经济的周期性变动:根据边际消费倾向递减的规律, W/K 和 W/Π 的下降,就会使得消费支出(C)逐步降低;而此时,由于消费的下降所导致的产品的“过剩”,将使得企业的投资支出无法再实现利润,而仅仅是使资本存量上升,并进一步导致 W/K 的下降,从而经济将步入下降阶段。而在经济下降阶段,企业的投资无利可图(利润无法

实现),从而,引发企业的投资支出也将下降,或者,企业的闲置资金量将加大。

(二)对检验结果的分析

根据以上对收入—支出模型及经济周期的简要分析,我们来研究上一节中的实证结果。这里首先应该指出的是,在上文回归方程所研究的时间段内,正是中国经济处于通货紧缩的时期。上文的分析已指出,在通货紧缩阶段,企业的利润将是趋于下降的(见表 1)。由表中数据可见,最能反映上市公司业绩的两项通用指标——每股收益和净资产收益率,自 1996 年以来总体上是趋于下降的。

表 1 1996~2000 年上市公司业绩

年份	1996	1997	1998	1999	2000
每股收益	0.29	0.25	0.19	0.21	0.20
净资产收益率(%)	16.05	10.05	7.62	8.28	7.72

资料来源:中国上市公司资讯网 www.cnlist.cn.

在上市公司业绩随着通货紧缩而不断下降^①的过程中,上市公司的闲置资金却在不断加大。据统计(华泰证券公司,2001),截至 2001 年中期,平均每家上市公司闲置资金为 3.11 亿元,同比增长了 43.32%;闲置资金占总资产的比重为 17.96%,同比增长了 24.98%;其中有 10 家上市公司的闲置资金超过了 20 亿元,最多的一家上市公司闲置资金达 38 亿元。这一情况充分证实了我们上文中的理论推论,即在通货紧缩阶段,企业宁可使资金闲置,也不愿加大投资。这也正是在我们前文的实证分析中,筹资额与企业投资支出负相关的原因所在:即在通货紧缩阶段,一方面由于近年来政策导向对发展股票市场的支持,以及我国企业的股权融资偏好,使得上市公司股票筹资额在不断加大;另一方面,由于通货紧缩阶段企业利润实现困难,上市公司的投资支出在日益减少。

五、小 结

本文从有效需求的角度重新构建了股票市场存在条件下的企业投资函数,并在此基础上实证性地研究了中国股票市场发展与企业投资支出的关系。本文的研究表明,在通货紧缩背景下,一方面,中国股票市场发展对促进企业投资支出的作用微弱,其原因不仅仅是有关研究(王开国,2000)所揭示的制度层面、或者如谈儒勇(2000)所归结的中国股市还是新兴市场等因素,而是有着更为深层的有效需求方面的理论原因;另一方面,面对通货紧缩,希望以刺激或发展股票市场来启动企业投资,并进一步启动经济的观点是得不到理论与实证支持的。

进一步而言,从本文的研究中可以得到的一个推论是,在通货紧缩阶段,期望通过启动企业投资支出去启动经济的政策措施是无法达到其目的与效果的。因为在通货紧缩时期,企业产品“过剩”,利润实现困难,且投资机会减少,

在这种情况下,企业的主动性选择将会是减少投资(或宁可加大资金闲置量)。而且,即便强行扩大企业投资(对那些国家控制力较强的大型国有企业来说这是可以办到的),由本文的分析可见,这就会使企业的资产存量(K)增多,从而使 W/K 进一步下降,最终导致消费(C)的进一步减少^⑩。因此,从更大的宏观背景来看,针对通货紧缩状态,由本文的研究所得出的政策建议,其着眼点不是如何刺激企业投资支出,而是如何降低企业存量资产价值(如启动企业破产、重组机制),从而使失衡的收入分配结构得以恢复(即使 W/K 上升)。

最后还需要指出的是,本文的研究虽然是从凯恩斯主义的收入一支出模型着手进行的,但得出的上述政策建议与主流经济学是不同的。为了达到刺激有效需求、启动经济的目的,主流经济学的政策建议是刺激消费、刺激投资;而从本文的研究推论出,这种双管齐下“刺激”政策更可能是一种互相抵消的政策,因为刺激企业投资(假设这是可能的),其结果是消费的进一步降低。导致上述差异的主要原因,即在于在我们的研究中初步加入了企业的成本一收益核算及收入分配变动两个因素。但这一研究仅是初步的,如何从有效需求的角度将收入分配因素内生于模型之中,以及更为深入地研究股票市场发展与收入分配变动(或更广阔意义上的金融发展与收入分配变动)的关系,是有待于进一步研究的课题。

注释:

- ①下文将对此给以详细阐述。
- ②尽管在以后的研究中 Tobin(1969)曾指出:“金融政策和事件在基本的方式上借助于改变相对于其重置资本的物质资本的价值来影响总需求”,但鉴于其研究的主题,他及其后继者始终没有直接将有效需求问题纳入研究视野。
- ③这一处理方法受到柳欣教授有关研究的启示,参见柳欣:《中国宏观经济运行的理论分析》,《南开经济研究》,1999年第5期。
- ④这在现实中主要表现为在一定时期内工资收入占国民收入的比重是基本不变的。
- ⑤这一假定的理论含义是,在一个竞争的市场中,企业利润由行业平均利润给定。在本文第四部分的理论分析中,我们将放松这一假定。
- ⑥这里我们隐含地假定企业从银行的贷款、贷款利率等变量既定,而集中研究股票市场对企业投资支出的影响。
- ⑦自1999年开始,理论界和实际经济部门即提出了这样一种观点:即在通货紧缩状态下,可以通过发展股票市场(如使更多的公司上市募集资金)来刺激企业投资支出,从而使经济摆脱低谷。
- ⑧限于篇幅,此处将统计表略去,有需要的读者可与作者联系索取。
- ⑨这从一定程度上证实了公式(1)所示的 Tobin's q 效应的存在。
- ⑩当然,近年来中国上市公司业绩的不断下降,除了通货紧缩因素外,还有更为深层的原因,详细分析可参见李学峰:《上市公司股东投票权非完备性与股东行为选择》,《证券市场导报》,2003年第3期。

①我国近年的实际情况也对此提供了有力的实证:一方面,自1998年以来,政府采取了积极的货币政策与财政政策,如连续地降息和增发国债,以期刺激或带动企业投资,然而,自1998年至2000年,我国的GDP增长率却是趋于下降的,伴随这一过程的是企业的惜借、银行的惜贷及企业闲置资金量的逐年上升;另一方面,在这一刺激企业投资的过程中,我国的基尼系数却从1997年的0.40左右(周云波,1999)上升到2000年的0.60左右(邹恒甫,2001),即收入分配差距在逐步扩大,并使居民的消费支出逐年下降。

参考文献:

- [1]柳欣. 中国宏观经济与经济发展报告[M]. 打印稿,2001.
- [2]李学峰,李向前. 股权结构与股市稳定性——对中国股市非稳定性的理论分析[J]. 南开经济研究,2001,(2).
- [3]谈儒勇. 金融发展理论与中国金融发展[M]. 北京:中国经济出版社,2000.
- [4]王开国. 证券市场与经济理论分析和政策建议[J]. 证券市场导报,2000,(5).
- [5]田素华. 资本市场的经济增长效应:理论与实证[J]. 投资研究,2001,(2).
- [6]杨天宇. 收入分配与有效需求[M]. 北京:经济科学出版社,2001.
- [7]殷醒民,谢洁. 中国股票市场与经济增长关系的实证研究[J]. 复旦学报,2001,(4).
- [8]华泰证券研究所. 上市公司过度圈钱的社会成因研究[J]. 中国上市公司资讯网(www.cnlist.cn), 2001-11-11.
- [9]凯恩斯. 就业、利息和通货膨胀[M]. 北京:商务印书馆,1999.
- [10]V·穆林德. 金融市场与内生增长[A]. 于N·赫米斯. 金融发展与经济增长[C]. 北京:经济科学出版社,2001.
- [11]Fry, Maxwell J. Money, interest and banking in economic development[M]. Johns Hopkins University Press,1995.
- [12]Levine, Ross, Sara Zervos. Stock markets, banks, and economic growth[J]. American Economic Review, 1988,88(3, June):537~558.
- [13]Pagano, Marco. Financial markets and growth: An overview[J]. European Economic Review, 1993,37(2~3, April): 613~622.
- [14]Tobin J. Money and economic growth[J]. Econometrica,1965, Vol. 33:671~684.

A Study on Development of Stock Market and Enterprise Investment Expenditure Based on the Perspective of Effective Demand

LI Xue-feng

(Department of Finance, Nankai University, Tianjin 300071, China)

Abstract: There are two regrets in the research of(下转第144页)

Optimization of the Financing Structure in the Transformation of Technological Achievements in High-tech Enterprises

XIONG Bo¹, XIONG Hui²

(1. Beijing Municipal Development and Reform Commission, Beijing, 100031, China;

2. Coal Academy of Science of China, Beijing 100013, China)

Abstract: High-tech enterprises need constant funds to transform their technological achievements. They not only take sources of funds, but also costs of financing into their consideration. The paper analyzes the fund demands of the high-tech enterprises in the course of transforming technological achievements, investigates the channels and methods of financing at different stages, studies how to optimize financing structure so as to minimize the costs of financing.

Key words: high-tech enterprises; transformation of technological achievements; asymmetric information; optimization of financing structure

(上接第74页)

the relationship between development of stock market and enterprise investment expenditure: first, there has never been any research in the relationship from the perspective of effective demands; second, relevant researches in China have borrowed the research model and research methods from other countries to investigate the issue of development of stock market and enterprise investment expenditure in China. The paper attempts to restudy the issue from a new perspective—effective demand, on the basis of rebuilding enterprise investment function under the condition of the existence of stock market against the background of deflation in China by combining the reality in the stock market in China. It discovers that there is a negative relationship between the financing sum of stock market and the enterprise investment expenditure. After making theoretical analysis, the paper reaches some inference and policy suggestions different from former ones.

Key words: stock market; effective demand; enterprise investment expenditure; deflation